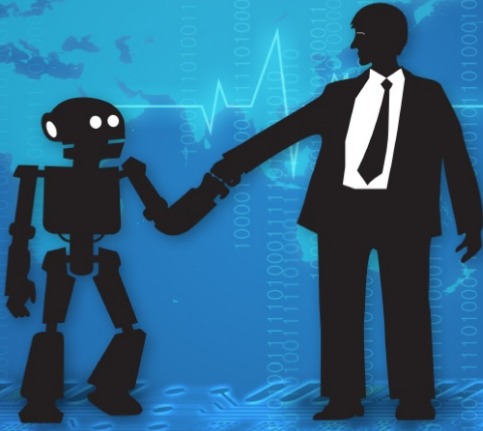


# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?



2018. 11. 20 (화)

MERITZ Strategy Daily

## 전략공감 2.0

### Strategy Idea

기술적 반등, 그 이후

### 오늘의 차트

2014년 유가 급락에 따른 에너지 기업 위험 재현되나

### 칼럼의 재해석

중국 내 항공 수요 증가가 국내 항공 업체에게 미치는 영향

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 투자전략팀)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**MERITZ**  
메리츠증권

www.imeritz.com

Strategy Idea



▲ 주식시황  
Analyst **전다예**  
02. 6098-6692

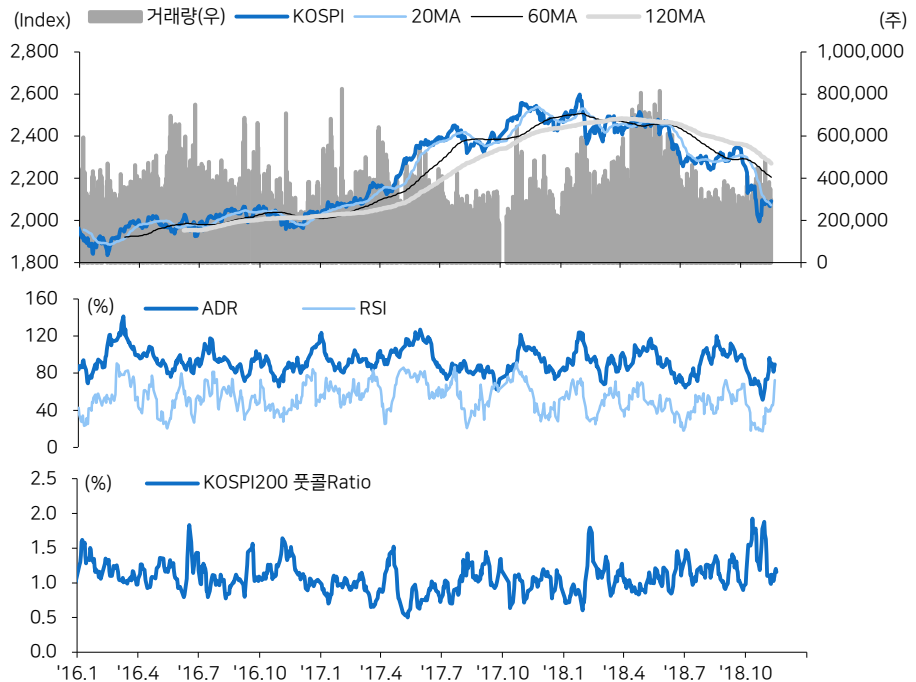
## 기술적 반등, 그 이후

- ✓ 11월 이후 국내 증시 반등세 지속. 10월 말 과매도 이후 정상화, 투자심리 개선이 원동력
- ✓ 11월 미중 무역분쟁 대화 국면 진입, 연준 정책경로 변화에 대한 기대감 반영된 결과
- ✓ 12월 미중 무역분쟁 '전격 해결' 어렵고, 기대와 달리 연준 정책기조 연내 유지 전망
- ✓ 3Q KOSPI 발표기업 순이익 시장 예상치 11.5% 하회, KOSPI 현 수준 싸다고 보기 어려움

11월 국내증시 반등은 과매도의 정상화로 설명 가능  
그러나 향후 주가의 방향성을 가능하기 위해서는 그 이상이 필요

11월 이후 국내 증시의 반등세가 이어지고 있다. 16일 KOSPI 지수는 10월 29일 저점 대비 3.8% 상승한 2,092.4로 마감했고, 과매도 상태를 기록했던 기술적 지표들도 정상화된 상태다. 상승 종목수와 하락 종목수의 비율인 ADR 지수는 5동기간 10월 29일 51.2%에서 11월 16일 89.5%까지 상승했고 RSI(상대강도지수)도 동기간 17.3%에서 72.3%까지 상승했다. 과매도 이후 정상화, 다음 단계를 그려 볼 때다. 11월 지수 반등을 이끌었던 요소와 지속가능성을 점검해 보자.

그림1 11월 KOSPI 시장 반등...공포 국면 이후 기술적 반등 단계



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

### 11월 시장 반등의 배경?

10월 크게 위축되었던  
투자심리의 정상화

11월 시장 반등은 금융위기 이후 가장 크게 위축되었던 투자심리가 개선되며 저가매수세가 유입된 결과였다.

1) 투자심리 개선 요인  
: 미중 무역분쟁 대화국면으로  
발전, 연준 태도변화 가능성 제시

투자심리를 크게 위축시켰던 미중 무역분쟁 격화에 대한 경계감이 11월 미중 정상회담을 앞두고 완화되었고, 연준 주요 인사들의 '글로벌 경기 하방' 압력에 대해 예의주시하고 있다는 언급이 비둘기과적으로 이해되며 달러 강세가 둔화되었다.

그림2 10월 말 KOSPI 12m trailing PBR 금융위기 이후 최저치

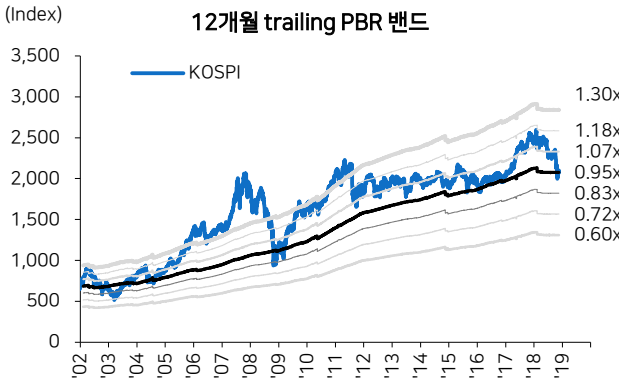


표1 10월 이후 미중 무역분쟁 관련 일지

10/29	트럼프-시진핑 대화 잘 해결되지 않을 경우 남은 2,570억 달러의 대중 수입품에 추가 관세 부과 발표 가능(12월 중)
11/1	트럼프 대통령 "시진핑 주석과 북한문제, 무역 분쟁과 관련해 매우 좋은 대화를 나누었다. G-20 예정된 회담에서 원활하게 논의될 수 있을 것이다."라고 트윗.
11/9	피터 나바로 월스트리트에 중국의 입장을 대변하여 트럼프 대통령을 압박하지 말라고 경고
11/13	South China Morning Posts 류허 부주석 정상회담을 앞두고 미국으로 출국할 예정이라고 보도 WSJ 므누신 재무장관과 류허 부주석 금요일 통화했다고 보도
11/16	트럼프 대통령 중국은 협상을 원하며, 긴 리스트 보내왔다고 확인시켜줌. 또한 중국의 대답은 대체로 완료됐지만 4~5가지 큰 것이 빠졌다고 언급

표2 11월 이후 연준 주요 인사 발언 종합

2019년 Voting Members

Powell	의장	11/15	미국 경기 호황, 그러나 내년도 재정효과 축소 글로벌 경기 하방압력 상존
Clarida	부의장	11/16	연준 정책금리 중립금리 수준에 머무르는 것이 적절하다고 언급
Williams	뉴욕	11/9	지속가능한 경제성장은 고용시장 호황에 따라 결정
Quarles	금융규제 부의장	11/9	은행 스트레스테스트 규제 완화 방침 발표. 레버리지비율 없애는 방안 권고
George	캔사스	10/12	미국 경기 호황, 추가 금리인상 필요
Rosengren	보스턴	9/7	미국 경기 호황 국면에서 점진적 금리인상이 필요
Evans	시카고	11/16	2019년 미국 경제성장률 2.5% 상회하는 수준 유지할 전망. 19년 3~4회 인상 적절
L.Brainard	이사	11/13	금융부문 시기술 도입에 관한 규제 검토
Bowman	이사	NA	

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림3 10월 전체 종목 중 하락 종목 비중 금융위기 이후 최대치

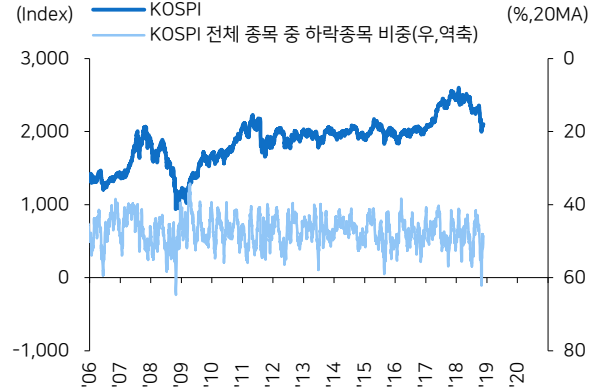
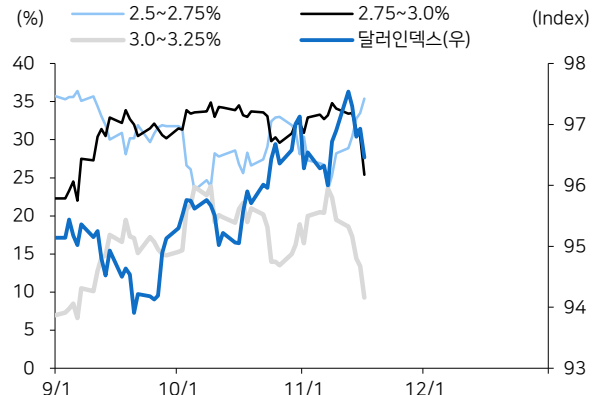


그림4 중국 위안화와 상해종합지수 추이



그림5 2019년 말 연준 정책금리 Level 전망 확률과 달러인덱스

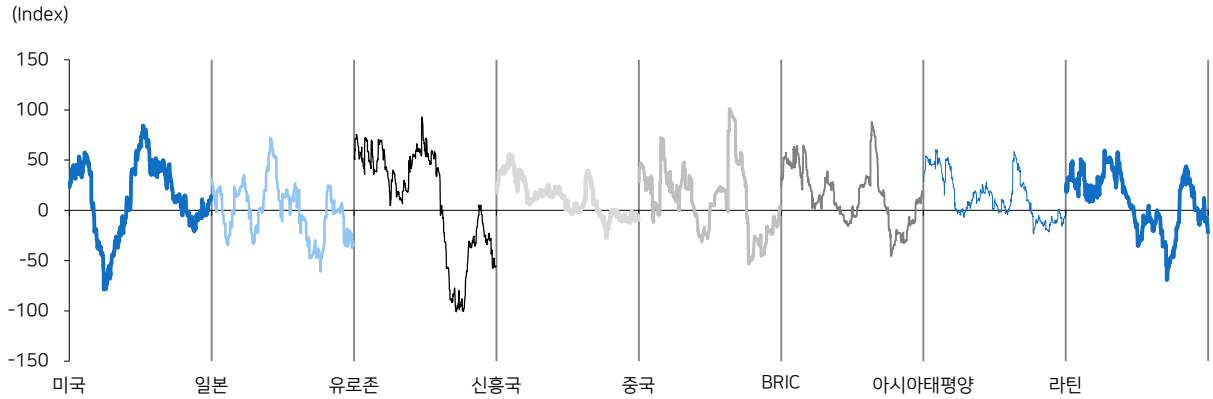


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2) 글로벌 경기 지표, 낮아진 기대를 충족

11월 들어 일부 지역에서 발표된 경기지표가 시장 예상치를 연이어 상회한 점도 투자심리 개선에 일조했다. 미국 경기서프라이즈 지수는 10월 말 -1에서 11/18일 14까지 상승했고, BRICs 지역의 경기서프라이즈 지수는 10월 초 -13.3에서 11/18일 14.7까지 상승했다.

그림6 글로벌 경기서프라이즈지수 지역별 비교: 미국, BRICs 지역 (+) 영역으로 진입



자료: CITI, Thomson Reuters, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 11월 이후 미국, 브라질, 중국 경제지표 발표 현황

일정	Event		Survey	Actual	Prior		
미국	11/01	비농업부문 노동생산성	3Q P	2.10%	2.20%	2.90%	
	11/01	마켓 미국 제조업 PMI	Oct F	55.8	55.7	55.9	
	11/01	워즈 총 자동차 판매	Oct	17.05m	17.50m	17.40m	
	11/02	비농업부문고용자수 변동	Oct	200k	250k	134k	
	11/02	실업률	Oct	3.70%	3.70%	3.70%	
	11/02	시간당 평균 임금(전년대비)	Oct	3.10%	3.10%	2.80%	
	11/02	제조업수주	Sep	0.50%	0.70%	2.30%	
	11/05	마켓 미국 서비스 PMI	Oct F	54.6	54.8	54.7	
	11/09	PPI 최종수요 YoY	Oct	2.50%	2.90%	2.60%	
	11/10	미시간대학교 소비자신뢰	Nov P	98	98.3	98.6	
	11/14	CPI (전년대비)	Oct	2.50%	2.50%	2.30%	
	11/15	제조업지수 (뉴욕주)	Nov	20	23.3	21.1	
	11/15	소매판매 추정 전월비	Oct	0.50%	0.80%	0.10%	
	브라질	11/01	광공업생산 YoY	Sep	-0.80%	-2.00%	2.00%
		11/01	마켓 브라질 PMI 제조업	Oct	--	51.1	50.9
11/02		차량 판매 Fenabrave	Oct	--	254732	213350	
11/07		FGV 인플레이션 IGP-DI YoY	Oct	10.66%	10.51%	10.33%	
11/07		IBGE 인플레이션 IPCA 전년대비	Oct	4.67%	4.56%	4.53%	
11/13		소매판매 YoY	Sep	1.50%	0.10%	4.10%	
11/13		대규모 소매판매 전년대비	Sep	3.50%	2.20%	6.90%	
중국	11/01	차이신 중국 PMI 제조업	Oct	50.0	50.1	50.0	
	11/05	차이신 중국 PMI 서비스업	Oct	52.8	50.8	53.1	
	11/08	수출 YoY	Oct	11.70%	15.60%	14.50%	
	11/09	PPI 전년대비	Oct	3.30%	3.30%	3.60%	
	11/09	CPI (전년대비)	Oct	2.50%	2.50%	2.50%	
	11/13	통화공급 M2 전년대비	Oct	8.40%	8.00%	8.30%	
	11/13	New Yuan Loans CNY	Oct	904.5b	697.0b	1380.0b	
	11/14	소매 매출 연초대비 전년대비	Oct	9.30%	9.20%	9.30%	
	11/14	광공업생산 YTD YoY	Oct	6.30%	6.40%	6.40%	
	11/14	고정자산(농촌제외) YTD YoY	Oct	5.50%	5.70%	5.40%	

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 11월 지수 반등, 지속가능성 낮게 보는 이유

11월 한국 증시의 투자심리를 개선시킨 요인은 국내 요인 보다는 10월 투자심리를 크게 위축시켰던 대외부문 불확실성이 완화된 영향이 컸다. 미중 무역분쟁 대화국면 진입, 연준 통화정책 변화 가능성, 글로벌 경기침체 가능성 완화다. 세 요소 모두 여전히 지속되고 있는 문제이다. 기대감이 실망감으로 바뀔 수 있는 여지가 남아있다.

미중 무역협상의 극적 타결을 위해서는 '중국 제조2025' 정책의 후퇴가 확인되어야 함 그러나 양국간 의견 대립 지속

트럼프 대통령은 백악관 기자 간담회에서 "중국 정부가 앞으로 취할 조치 목록 142개 항목으로 꽤 완벽했지만, 4~5개 항목이 빠져있었다."라고 언급했다. 4~5개 항목은 지난 5월 미국과 중국 무역회담에서 제시되었던 요구사항을 통해 확인해 볼 수 있다.

5월 미중 무역회담이 와해된 이후 중국은 대미 보복관세 조치를 발표하며 무역분쟁의 긴장감을 높였지만, 중국이 이후 행한 여러 조치들은 미국의 요구 사항들을 순차적으로 수용하고 있었다. 2017년 12월 금융기관의 외국인 지분율 규제 완화 시켰고, 2018년 9월 외국인 투자 네거티브 리스트 발표, 11월 수입박람회에서도 시진핑 주석이 향후 15년간 30조 달러의 상품과 10조 달러의 서비스 수입할 계획을 언급한 것이 대표적이다.

그러나 두 국가가 지난 5월 합의에 이르지 못했던 근본적인 이유인 '제조 2025' 정책에 대한 의견 차가 계속 확인되고 있다. 시진핑 주석은 APEC 정상회담 기조 연설에서 "모든 나라는 스스로의 노력과 국제협력을 통해 과학기술 혁신에서 이익을 얻을 권리가 있다"라고 언급하며 정부 주도의 기술지원 정책을 지속하고자 하는 의지를 밝혔다. 미중 정상회담에서 극적 반전을 기대하기 어려운 이유다.

표4 5월 무역회담에서 제시한 미국과 중국의 요구사항, 진전여부 검토

		진전 여부
미국의 요구 사항	2020년 말까지 미국대중 무역적자 2000억 달러 축소, 중국 대미 수입 순차적으로 늘려나갈 것을 요구	△
	제조 2025 계획이 타겟으로 하는 사업이 '과잉공급' 상황에 이르게 하는 정부 보조금 및 지원 중단	X
	기술 이전과 연관된 정책 폐지, 정부 지원의 사이버 범죄 중단, 지적권 보호 강화	△
	2019년 1월까지 기술 수입 및 수출 관련 규제, JV 관련 규제 폐지	X
	2018년 7월 1일까지 WTO 제소 철회, 미국의 무역제재 조치에 보복하지 않을 것을 약속	X
	중국 미국의 민감한 기술분야, 국가안보에 대해 중요한 부문에 대한 중국 투자 제한에 대해 반대, 도전, 보복하지 말라는 요구	X
	중국에 투자하는 미국 투자자, 공정한 시장 접근 조치를 요구. 외국인 보유비중 규제 폐지 포함	○
	중국 2018년 7월 1일까지 외국인 투자에 대한 네거티브 리스트 개선 조치	△
	2020년 7월 1일까지 중국 관세부과 수준 '미국'에 상응하는 수준으로 맞출 것. 제조 2025 관련 수입규제 명시하고, 특정 비관세장벽 없앨 것	X
	중국 서비스 부문 시장 접근성 높일 것	△
중국의 요구 사항	농업부문 개방도 높일 것	△
	중국으로의 집적회로 수출 금지 해제	X
	중국 제품에 대해 25%의 추가 관세를 부과 중단	X
	국가 안보 검토에서 중국 기업들을 동등하게 대우	X
	ZTE 수출 금지 조정	X
	대중국 슈퍼 301조 개시 중단	X
	중국 기업에 전자 결제 시장 개방, 중국 자본의 금융 면허 신청 승인	X

자료: Bloomberg <Here's What the U.S., China Demanded of Each Other on Trade, 5/14>, 메리츠증권

비둘기파 연준에 대한 의문

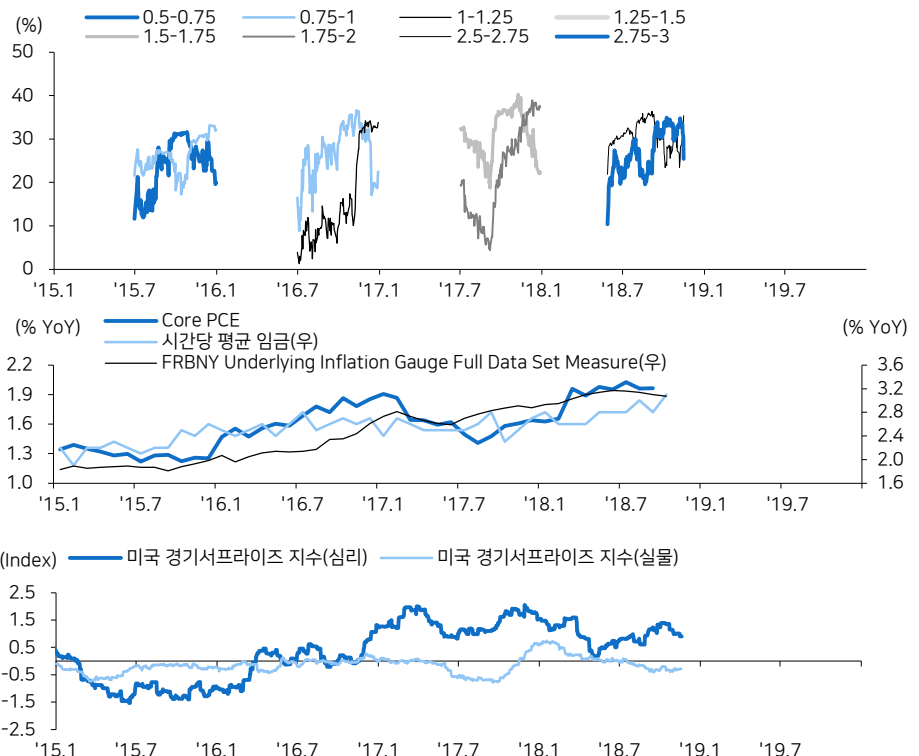
11월 들어 2019년 말 연준 정책금리 수준에 대한 전망이 급변하고 있다. 19년 말 까지 3회 인상을 전망하는 확률이 10월 말 32.1%에서 11월 16일 25.4%까지 낮아진 반면, 2회 인상을 전망하는 확률이 동기간 28.1%에서 35.4%로 상승했다. 내년도 경기 하방 압력에 대한 경계감이 연준 정책 변화로 이어질 수 있다는 기대감으로 이어지고 있는 것이다. 그러나 12월 FOMC에서 '데이터 의존적인' 연준이 정책 기조를 크게 변화시킬 가능성은 낮다. 고용시장 호황이 임금 상승 압력으로 이어지며 인플레이션 압력이 지속되고 있으며, 속도는 둔화되었지만 경기 모멘텀이 양호하기 때문이다.

표5 2019년 연준 Voting Members 발언 요약

2019년 Voting Members	Member Name	Position	Date	Key Points
	Powell	의장	11/15	미국 경기 호황, 그러나 내년도 재정효과 축소 글로벌 경기 하방압력 상존
	Clarida	부의장	11/16	연준 정책금리 중립금리 수준에 머무르는 것이 적절하다고 언급
	Williams	뉴욕	11/9	지속가능한 경제성장은 고용시장 호황에 따라 결정
	Quarles	금융규제 부의장	11/9	은행 스트레스테스 규제 완화 방침 발표. 레버리지비율 없애는 방안 권고
	George	캔사스	10/12	미국 경기 호황, 추가 금리인상 필요
	Rosengren	보스턴	9/7	미국 경기 호황 국면에서 점진적 금리인상이 필요
	Evans	시카고	11/16	2019년 미국 경제성장률 2.5% 상회하는 수준 유지할 전망. 19년 3~4회 인상 적절
	L.Brainard	이사	11/13	금융부문 시기술 도입에 관한 규제 검토
	Bowman	이사	NA	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 연준 금리인상 확률과 미국 인플레이션 압력, 경기 모멘텀(실물vs. 심리) 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

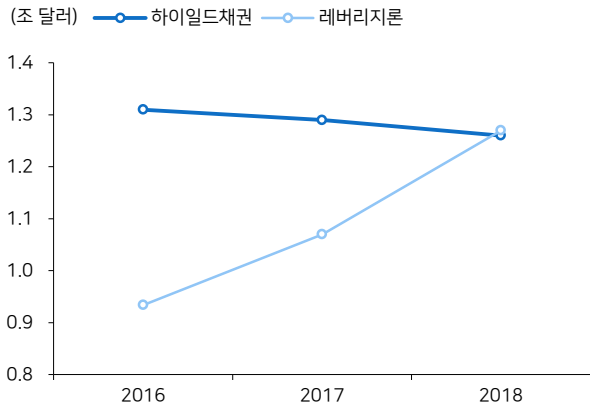
11월 기사화된 '진짜 리스크'

글로벌 중앙은행, 국제기구의 레버리지론에 대한 경계의 목소리가 높아지고 있다. 2018년 9월 레버리지론 규모(1.27조 달러)가 하이일드채권(1.26조 달러) 규모를 상회했을 뿐만 아니라, 트럼프 대통령 취임 이후 대출 규제가 완화되며 무담보 대출 비중이 58%까지 확대되었기 때문이다.

BIS는 지난 9월 기업 디폴트율 하락, 기관 투자자들의 Search for Yield 현상이 무담보 채권의 발행을 높이고 있다고 경고했고, IMF 에서도 지난 15일 보고서를 통해 2018년 발행된 신규 레버리지론의 무담보 대출 비중이 80%에 달하며, 1.1조 달러에 달하는 기관투자자의 레버리지론 보유는 은행 리스크로까지 이어질 수 있다는 점을 경고했다.

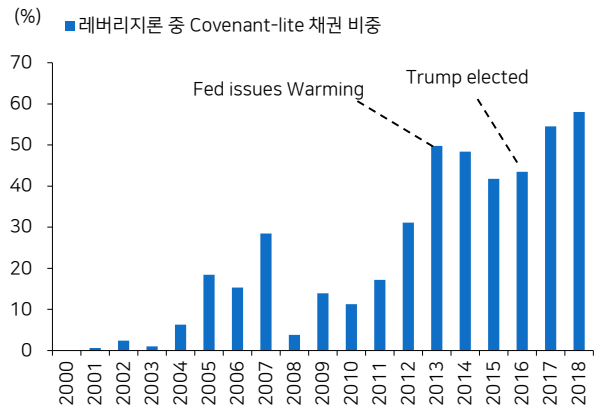
최근 유가 하락, 기업 이익 불확실성 확대에 의해 미국 하이일드 채권 금리가 7.19%까지 상승한 상황이다. 12월 위험자산 선호심리가 지속되기 위해서는 신용 리스크에 대한 우려가 완화되어야 한다.

그림8 하이일드 채권 규모를 상회하는 레버리지론 규모



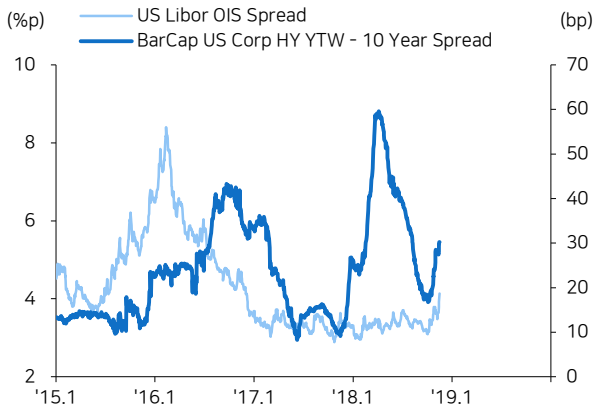
자료: Bloomberg, Kristina D'Alessio and Marcus Lefkandinos

그림9 레버리지론 중 무담보 비중 58% 이상



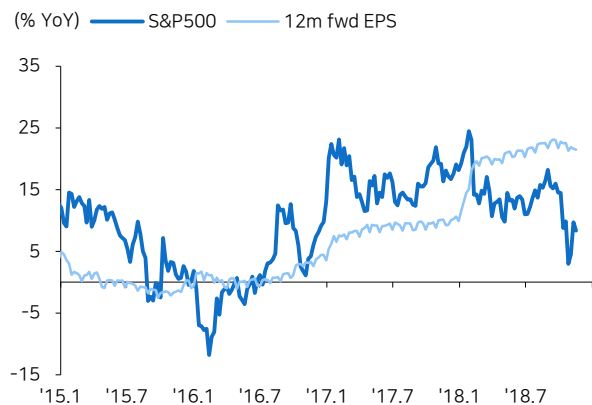
자료: Bloomberg, Kristina D'Alessio and Marcus Lefkandinos

그림10 연준이 아니더라도 금융환경은 좀 더 긴축적으로 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

그림11 이익 불확실성 높아진 탓



자료: I/B/E/S, Thomson Reuters, 메리츠증권리서치센터

12월 미국 정부 섣다운 우려  
재부각 가능

12월 우리가 또 간과하지 말아야 할 리스크는 중간선거 이전 편성되었던 2019년 회계연도 임시예산안의 종료 시점이 다가온다는 점이다.

트럼프 대통령은 지난 9월 29일 10월 1일부터 12월 7일까지 연방정부가 사용할 예산을 편성한 예산안에 서명했다. 당시 임시예산안을 편성했던 이유는 '국경장벽'에 대한 예산안 편성을 두고 의회와의 입장차를 좁히지 못했기 때문이다.

현재 12개의 예산안 중 국방비를 포함한 5개 예산안은 완전 통과된 상태이며, 남은 7개 예산안에 대한 의회 통과, 대통령 서명의 과정이 필요한 상태다. 시간이 촉박하기 때문에 12월 초 미국 정부의 일시적 섣다운을 배제하기 어렵다.

그림12 11월, 12월 일정

19	20 美 주택착공건수 美 건축허가 韓 10월 PPI	21 日 전체산업 활동지수 韓 3분기 가계신용 韓 20일 누적 수출 美 10월 내구재주문	22 美 10월 기존주택매매 日 10월 CPI 미국 추수감사절	23 美 블랙프라이데이 美 Markit 제조업 PMI 美 Markit 서비스업 PMI EC 소비자기대지수 EC Markit 제조업 PMI EC Markit 서비스 PMI	24 美 시카고 연방 국가활동 지수 日 Nikkei 제조 업 PMI	25
26	27 韓 소비자심리지수	28 美 컨퍼런스보드 소비자기 대지수 美 도매재고 美 GDP 연간화 QoQ 美 개인소비 韓 기업경기실사 제조업	29 美 신규주택매매 美 개인소득 EC 소비자기대지수 日 소매판매	30 G20 정상회의* 이탈리아 예산안에 대한 EU 경제위원회의 최종 의 견 발표 한국은행 금통위 美 시카고 구매자협회지수	1 한국 12월 수출 미-중 정상회담	2
3 OPEC 회의 美 Markit 제조업 PMI 中 차이신 제조업 PMI 日 자본지출 日 Nikkei 제조업 PMI	4 美 건설지출 美 ISM 제조업지수 EC PPI 韓 GDP 韓 CPI	5 EC 소매판매 EC 서비스업 PMI 美 ADP 고용 中 차이신 서비스업 PMI	6 美 ISM 비제조업 지수 美 무역수지 韓 경상수지	7 美 11월 고용보고서 美 내구재 주문 美 제조업수주 EC 3Q GDP 미 FY19 임시예산안 종료	8 美 도매 재고 美 미시간대학 교 소비자신뢰 지수 中 수출/입	9 中 PPI 中 CPI
10 日 3Q GDP 日 경상수지 中 M2, 신규위안화대출	11 美 NFIB 소기업낙관지수 美 PPI	12 OPEC 월간보고서 EC 산업생산 日 PPI 韓 실업률/美 CPI	13 ECB 통화정책회의 美 수입물가지수	14 EC27 신규차량 등록 美 광공업 생산, 가동률 美 소매판매 日 단칸 대형 제조업/비제 조업 지수 日 광공업생산, 가동률 中 소매판매 中 광공업생산	15	16
17 美 뉴욕주 제조업지수 EC CPI	18 美 주택착공건수	19 美 경상수지 日 무역수지, 수출/입	20 美 기존주택매매 미국 FOMC	21 美 3Q GDP 日 CPI 韓 PPI	22 美 개인소득 美 미시간대학 교 소비자신뢰 지수 美 내구재 주문 EC 소비자기대 지수	23

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



한국 3분기 실적 중간 집계

KOSPI 기업 중 3분기 컨센서스가 있고, 실적 발표를 완료한 240개 기업의 3분기 순이익을 취합한 값은 36.56조원으로 시장 예상치를 11.9% 하회했다. 컨센서스가 추가적으로 하향 조정될 수 있음을 감안한다면 현 수준의 지수 레벨은 적정 수준이다. 시장을 적극적으로 매수할 시점이라고 보기 어렵다.

표6 KOSPI 3분기 실적 중간집계

업종분류	시가총액 (조원)	3분기(발표치)(조원)			3분기(컨센서스)(조원)			발표치 vs. 컨센서스			
		매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익(지배)	
IT	반도체	336.60	77.10	24.09	17.69	77.22	23.51	17.67	-0.2%	2.4%	0.1%
IT	소프트웨어	67.20	5.84	0.70	0.45	5.95	0.72	0.59	-1.8%	-3.8%	-24.8%
IT	IT가전	28.63	18.02	1.02	0.65	18.51	1.01	0.80	-2.6%	0.4%	-18.9%
IT	IT하드웨어	15.49	5.31	0.56	0.35	5.24	0.50	0.37	1.5%	11.4%	-6.4%
IT	디스플레이	7.13	6.10	0.14	0.00	6.30	0.06	0.02	-3.1%	133.0%	-83.3%
경기관련소비재	자동차	76.97	54.85	1.29	1.28	54.35	2.26	2.22	0.9%	-42.7%	-42.6%
경기관련소비재	화장품,의류,완구	59.10	11.44	0.95	0.57	11.51	1.11	0.78	-0.6%	-14.3%	-27.1%
경기관련소비재	소매(유통)	25.89	16.23	0.86	0.62	16.26	0.73	0.52	-0.2%	17.2%	17.9%
경기관련소비재	호텔,레저서비스	12.98	2.31	0.24	0.18	2.36	0.25	0.21	-2.3%	-4.4%	-14.8%
경기관련소비재	미디어,교육	8.52	2.42	0.14	0.08	2.55	0.16	0.11	-5.1%	-9.6%	-30.1%
건강관리	건강관리	84.29	2.78	0.27	0.27	2.89	0.38	0.42	-3.9%	-29.8%	-34.8%
필수소비재	필수소비재	53.54	13.32	1.06	0.68	13.34	1.11	0.74	-0.2%	-4.5%	-8.5%
산업재	상사,자본재	77.79	70.99	3.52	1.52	69.95	3.75	2.95	1.5%	-6.0%	-48.5%
산업재	건설,건축관련	38.60	20.46	1.43	1.11	21.20	1.39	0.95	-3.5%	2.7%	16.2%
산업재	운송	21.88	14.80	0.96	0.65	14.39	0.94	0.65	2.9%	2.6%	-0.7%
산업재	기계	20.50	12.55	0.74	0.09	12.74	0.91	0.45	-1.5%	-18.3%	-81.0%
산업재	조선	19.86	7.58	0.09	(0.42)	7.53	0.05	(0.22)	0.7%	81.1%	
소재	화학	65.71	35.24	2.51	1.40	36.49	2.72	2.14	-3.4%	-7.9%	-34.4%
소재	철강	32.22	24.44	1.70	0.96	24.10	1.92	1.14	1.4%	-11.4%	-15.8%
소재	비철,목재등	18.05	3.43	0.21	0.18	3.24	0.24	0.21	5.7%	-12.5%	-16.2%
금융	은행	83.35		5.43	3.97		5.43	3.97		0.0%	0.2%
금융	보험	55.88		1.00	1.08		0.99	1.24		0.3%	-12.4%
금융	증권	23.10		0.56	0.40		0.75	0.59		-25.9%	-32.4%
에너지	에너지	35.97	26.96	1.84	0.98	25.34	1.71	1.14	6.4%	7.6%	-13.9%
전기통신서비스	통신서비스	36.71	13.13	0.90	1.41	13.09	0.90	1.26	0.3%	0.0%	11.5%
유틸리티	유틸리티	28.82	24.69	1.13	0.43	24.60	1.21	0.57	0.3%	-6.0%	-24.8%
<b>합계</b>		<b>1,334.78</b>	<b>470.00</b>	<b>53.33</b>	<b>36.56</b>	<b>469.16</b>	<b>54.71</b>	<b>41.50</b>	<b>0.2%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-11.9%</b>

자료: Infomax, 메리츠증권증권 리서치센터

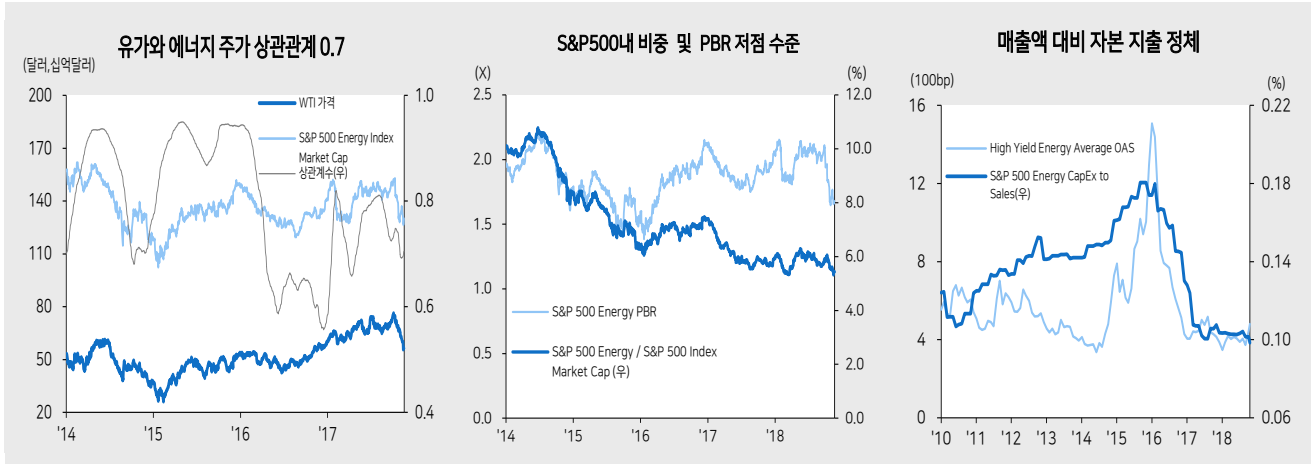
표7 KOSPI 시뮬레이션 테이블

<12개월 선행 PER 가정, 배>

<이익가정>	7.50	8.00	8.50	9.00	9.50	10.00	10.50
-15%	1,589	1,695	1,801	1,907	2,013	2,119	2,225
-10%	1,683	1,795	1,907	2,020	2,132	2,244	2,356
-5%	1,776	1,895	2,013	2,132	2,250	2,369	2,487
0.00%	1,870	1,995	2,119	<b>2,246</b>	2,369	2,493	2,618
5.00%	1,963	2,094	2,225	2,356	2,487	2,618	2,749
10.00%	2,057	2,194	2,331	2,468	2,605	2,743	2,880
15.00%	2,150	2,294	2,437	2,580	2,724	2,867	3,011

자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

2014년 유가 급락에 따른 에너지 기업 위험 재현되나



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

10월 이후 WTI가격 -24.9%  
S&P500 에너지 섹터 -13.1%

국제유가는 WTI기준 지난 10월 이후 24.9% 하락했다. 같은 기간 S&P500 에너지 섹터의 주가는 -13.1%로 동반 하락세를 보였다. 유가하락에 따라 에너지 기업에 대한 실적 우려가 하락세를 주도하는 모습이다. 실제로 유가와 에너지기업 주가의 상관관계는 0.7 수준으로 유가 하락이 주가 하락까지 이어져 왔다..

2014년 유가하락 이후 회복되지 못한 에너지 회사 주가  
2015년 유가 저점 시기 수준의 PBR 1.6배

이에 따라 시장에서는 2014년 악몽 재현에 대한 우려가 나오고 있다. 하지만 2014년 당시 시장 충격에 대한 회복력이 더디게 발생함에 따라 시장 체감도는 낮을 것으로 보인다. 유가가 고점이던 '14년 6월 이후 '16년 저점까지 -73.5% 하락하며 에너지섹터 주가가 -42.2% 급락했다. 지난 2년간 유가 상승세에 따른 증시 회복에도 불구하고 에너지 회사의 주가 부진은 상대적으로 장기화되어 S&P500내 10%를 차지하던 비중은 5%까지 하락했다. 현재 에너지 회사들의 평균 PBR은 1.6배로 40-45달러 수준의 유가였을 시기와 비슷한 최저점 수준에 머물러 있다.

2014년 대비 에너지 회사들의 유가하락에 따른 부도위험은 제한적일 것

다만, 2014년 높은 High yield가 에너지 회사들에게 부채 부담을 가중시켜 부도 위험으로까지 이어졌다. 그러나 이에 대한 우려가 현재 나타날 가능성은 낮아 보인다. 에너지 기업 평균 High-yield spread는 연초 대비 옵션조정스프레드가 100bp 상승했지만, 2017년 수준에 머물며 현재까지 제한된 상승세를 보이고 있다. 매출액 대비 Capex가 15% 수준 이었던 것에 반해 현재는 10% 수준으로 2008년 금융위기 이후 가장 낮은 수준을 유지하며 방어력을 유지하고 있다. 이러한 달라진 부분들로 인해 당분간 유가 하락이 지속된다 하더라도, 2014년 유가하락세에 따라 보였던 시장의 과도한 충격은 이번 하락세에 비교적 크게 나타나지 않을 것으로 보인다.

**칼럼의 재해석** 이종현 연구원

**중국 내 항공 수요 증가가 국내 항공 업체에게 미치는 영향 (China.org.cn)**

중국인이 동시에 발을 구르면 지구 반대편에 지진이 난다는 말이 있다. 분야를 막론하고 중국이 미치는 영향이 크다는 의미다. 본 칼럼에서는 중장기적으로 중국의 경제 성장이 국내 항공 업체에 미치는 영향울 간략하게 다뤄보고자 한다.

중국의 가처분 소득 증가율 증가율은 7% 내외의 고성장세를 유지할 전망이다. 중국 내 중산층 비율은 꾸준히 증가하는 추세를 보이는데 상위 중산층(Upper middle class, 연 가처분 소득 한화 1~3천만원) 비율은 15년 7%에서 30년 20%로 증가가 예상된다.

1인당 가처분 소득 증가로 여행객 수요가 증가할 전망이다. IATA에 따르면 2035년 중국인 여행객 수요는 12억명에 달한다. 15년과 비교해 봤을 때 135.7% 증가한 수치로 연평균 4,900만명 정도가 증가하는 셈이다. 이에 따라 중국 정부는 지속적으로 신규 공항을 건설하고 있다. 중국의 공항은 2021년까지 370개로 늘어날 전망이다.

중국의 변화는 국내 항공 업체에게 긍정적으로 작용할 전망이다. 방한 중국인은 증가하는 추세며, 한국에 대한 중국인들의 선호도가 높기 때문에(중국령 제외 4위) 증가 추세는 향후에도 계속될 것이다.

국토부와 중국민항총국 간의 실무 회의가 11월 말에 예정되어 있다. 양국 간 주요 노선 운수권 확대 추진이 예상된다. 이에 따른 여객수요 증가와 이에 따른 공항 건설, 공급확대(노선 확대), 항공료 하락, 여객 수요 증가의 선순환이 기대된다.

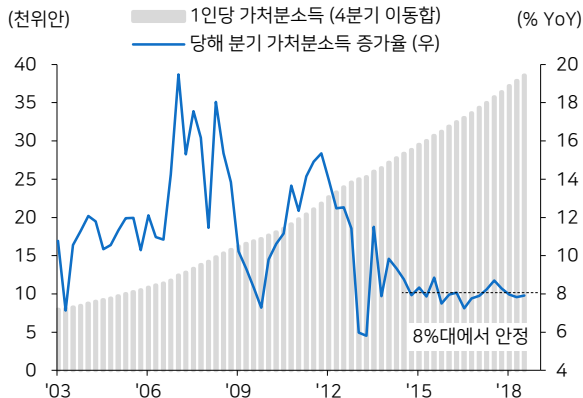
**중국 경제 성장으로 소득수준 향상 및 중산층 비율 확대 추이 지속 전망**

중국 소득수준 향상 및 중산층 비율 확대 추이 지속 전망

중국인이 동시에 발을 구르면 지구 반대편에 지진이 난다는 말이 있다. 분야를 막론하고 중국이 미치는 영향이 크다는 의미다. 본 칼럼에서는 중장기적으로 중국의 경제 성장이 국내 항공 업체에 미치는 영향울 간략하게 다뤄보고자 한다.

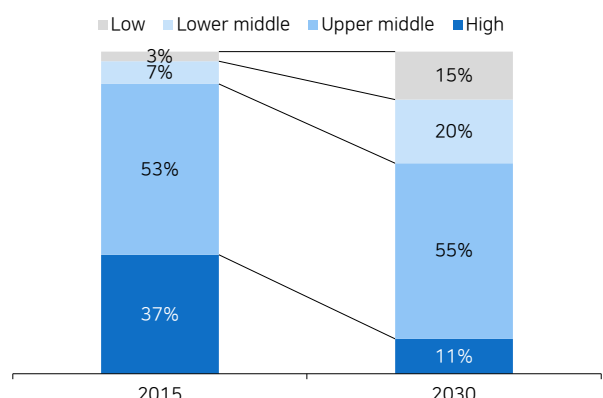
중국 경제는 지난 수년간 고성장세를 지속해왔다. 1인당 가처분소득 또한 매년 8% 수준의 성장세를 지속해오고 있다. 미-중 무역분쟁과 내수 부문의 악화로 향후 중국 경제 성장세가 둔화될 전망이기는 하나 가처분소득 증가율은 7% 내외의 고성장세를 지속할 전망이다. 경제성장과 가처분소득 증가로 중국 내 중산층 비율은 꾸준히 증가하는 추세를 보이고 있다. 향후 전망도 밝다. Economist에 따르면 중국 내 상위 중산층비율은 15년 7%에서 30년 20%로 증가할 전망이다.

**그림1 중국 1인당 가처분 소득 규모와 증가율**



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림2 지속 증가가 예상되는 중국 내 중산층 비율**



자료: The Economist Intelligence Unit, 메리츠증권증권 리서치센터

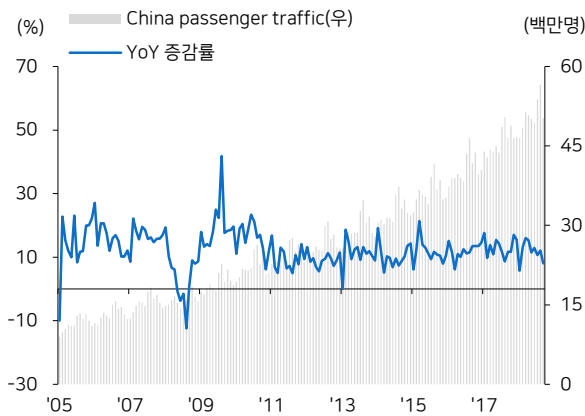
**소득 수준 향상 → 여객 수요 증가 → 초대형 공항 건설**

소득수준 향상  
→ 여객 수요 증가  
→ 초대형 공항 건설

소득수준이 개선된 중산층 비율이 확대됨에 따라 중국 여객 수요는 연간 15-30%씩 증가하고 있다. 향후에도 증가세가 지속될 전망이다. IATA에 따르면 2035년 중국 여객 수요는 12억명 수준으로 예상된다. 2015년대비 +135.7% 증가한 수치로 연평균 여객수요가 4,900만 씩 증가하는 셈이다.

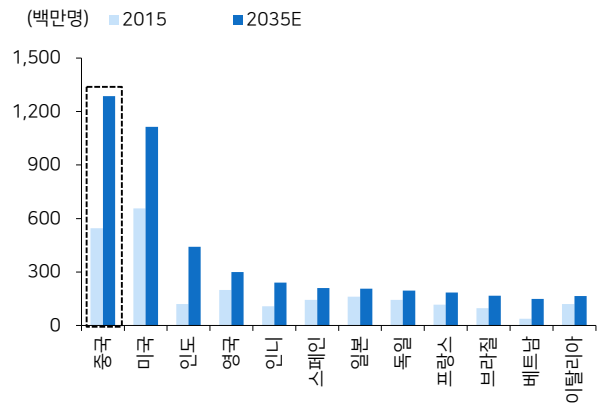
중국 정부는 항공 수요의 빠른 성장에 따라 지속적으로 공항을 건설하고 있다. 이에 따라 15년 206개였던 중국 공항 수는 21년 370개까지 늘어날 전망이다. 현재 베이징 신공항과 청더, 린펀 등 30개 이상의 지역에서 공사가 진행 중이다. 베이징 신공항은 이미 공정의 50% 이상이 완료되었고 19년 1기 개항을 앞두고 있다. 25년 2기까지 완공되면 인천국제공항과 유사한 처리능력을 가질 예정이다. 베이징 전체 항공 여객 처리능력(이착륙 횟수)이 2배 가까이 늘어나는 셈이다.

그림3 중국 여객수 추이



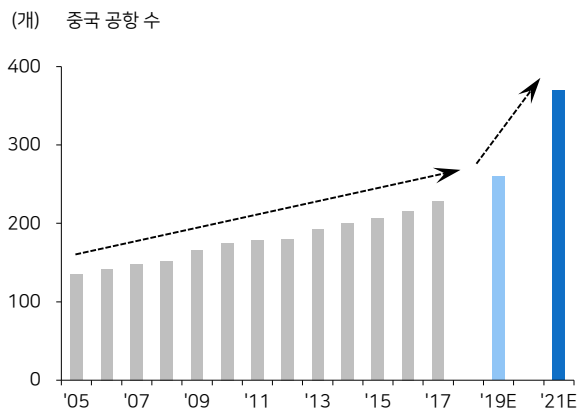
자료: CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 국가별 여객 수요 전망



자료: IATA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 중국 공항 수 추이 및 전망



자료: CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 베이징 공항 세부사항

구분	베이징 수도공항	베이징 다성 공항			인천 공항
		1기	2기	합산	
개항시기	1958년	2H19	2025년	2025년	2001년
처리능력 (이착륙, 만회)	62	39.3 (추정)	23.6 (추정)	62.8	79
처리능력 (여객수, 만명)	8,000	4,500	2,700	7,200	7,200
활주로(개)	3	4	3	7	3

자료: 메리츠증권증권 리서치 센터

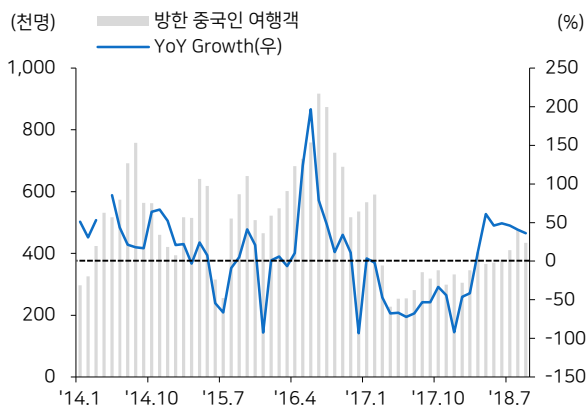
### 여객수요 증가, 신공항 건설 → 국내 항공업체에도 긍정적

중국의 여객 수요 증가와  
신공항 건설은  
국내 항공업체에도 긍정적

중국의 여객 수요 증가, 신공항 증설은 국내 항공 업체에도 긍정적으로 작용할 전망이다. 한국은 18년 상반기 기준 중국 본토인들이 네 번째로 가장 많이 찾는 국가다(중국령 제외). 여객 수요가 계속해서 증가할수록 한국을 찾는 중국인들도 계속해서 늘어날 수 밖에 없다.

때마침 11월 말 국토부와 중국민항총국의 실무 회의가 예정되어 있다. 실무회의는 운수권을 배분하는 항공회담의 사전 정지작업을 진행하는 회의다. 양국 간 주요 노선 운수권 확대를 추진할 것으로 보인다. 여객수요가 늘어나고 신공항이 생겨나고 있으니 운수권을 추가 배분하겠다는 것이다. 여객수요증가→공항건설→공급확대(노선)→항공료 하락→여객수요증가의 선순환이 기대된다. 운수권이 부족하여 일본과 동남아 노선에 집중해오고 있던 LCC 업체들의 신규 노선 확보도 예상된다. 기존 노선 과잉 경쟁 우려를 조금이나마 해소할 전망이다.

그림6 방한 중국인 여행객 수 추이



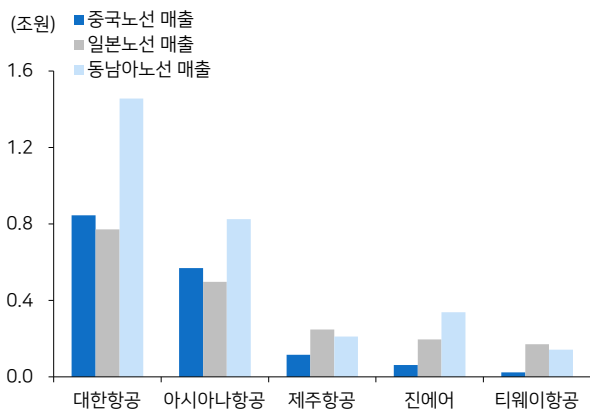
자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 중국 본토인이 많이 찾는 해외 국가 순위

순위	국가	순위	국가
1	홍콩	6	한국
2	마카오	7	싱가포르
3	태국	8	말레이시아
4	일본	9	대만
5	베트남	10	미국

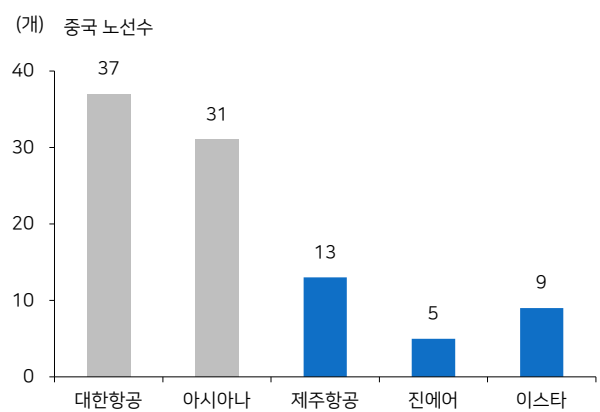
주: 2018년 상반기 기준 중국 본토인이 가장 많이 찾는 나라 10곳 순위  
자료: COTRI, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 국내 주요 항공사 단거리 노선별 매출



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 국내 주요 항공사 중국 노선 수



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

원문: Daxing airport on pace for 2019 start, China.org.cn